lax889889.com 299520.xyz

随湾区发展乘风破浪，稳外部投拓直指千亿

投资评级：增持（首次）

报告日期：	2020-08-14
收盘价（元）	7.13
近 12 个月最高/最低（元）	8.26/6.06
总股本（百万股）	2117
流通股本（百万股）	1508
流通股比例（%）	71.2
总市值（亿元）	151
流通市值（亿元）	107

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：邹坤
执业证书号：S0010520040001
邮箱：zoukun@hazq.com
研究助理：王洪岩
执业证书号：S0010120060026
邮箱：wanghy@hazq.com

主要观点：

“立足珠海”：粤港澳大湾区协同发展，受益标的

华发股份起步于珠海，经过近 40 年的发展，已成长为珠海房地产市场龙头企业。随着粤港澳大湾区发展规划落地，港澳及珠三角九市协同发展提升至国家发展大局中的重要战略位置。考虑到，*公司在华南区域（含珠海）土地储备较为充裕，叠加有望受益于大股东华发集团在大湾区资源禀赋的释放，区域优势尽显。*

“面向全国”：外部区域拓展硕果累累，成长提速

*公司自 2017 年起项目投拓力度大幅提升，加速跨区域布局。2019 年销售额达 922.7 亿元，延续高增态势；实现营业收入 331.5 亿元，同比增长 39.9%；归母净利润 27.9 亿元，同比增长 21.9%。*具体来看，**（1）销售额：**珠海区域大本营占比 27.8%；华南区域（不含珠海）占比 11.2%；华东、华中开始发力，占比分别为 40.7%和 8.8%；**（2）土储端：**华南地区（含珠海）占比 33.9%、华东占比 8.3%、华中占比 45.7%、北方地区占比 12.1%，布局更趋均衡；**（3）业绩贡献：**珠海的贡献比逐年递减，由 2017 年的 79%降至 2019 年的 19%；而华南（不含珠海）、华东、华中成为营收贡献新力量，分别贡献 25%、21%和 27%。公司有望进一步兼顾规模扩张与区域布局的平衡发展。

净负债率改善，多元融资渠道畅通、成本占优

近两年，公司对内不断提升资金管控水平，对外积极拓展创新融资模式，净负债率逐步改善。*2018、2019 年净负债率分别下行至 215%、160%，较 2017 年高点分别下降 48、103 个百分点。*公司在传统融资渠道的基础上，积极探索创新方式，成功落地永续中票、长租公寓类 REITs、供应链 ABS、超短融、境外美元债、商业地产 CMBN 等创新产品业务。*截至 2019 年末，公司融资总额提升至 1057.2 亿元，凭借良好稳健的信用状况及大股东华发集团背书，加权平均融资成本 6.35%。*在行业融资偏紧的情况下，多元化畅通的融资渠道为公司发展提供更多空间。

管理架构升级+多维长效激励，降本提效

公司按照“总部做精、区域做实、城市做强”的定位，优化三级架构审批事项分级授权体系，提高决策效率。*股权激励、跟投制度、投拓奖励及董事局专项奖励等措施相继落地，促进项目高周转的同时，进一步强化成本管控能力，2019 年销售管理费用率（销售额口径）降至 2.84%。*较为市场化的长效激励，有效激发企业活力，为企业持续发展增进赋能。

投资建议

公司背靠珠海市国资委，通过近 40 年的精耕细作，已成长为珠海房地产市场龙头企业。随着粤港澳大湾区的规划落地，公司有望凭借自身优势及大股东华发集团的资源禀赋，进一步夯实区域优势。近几年，公司

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

外拓积极，布局更趋均衡，珠海以外区域在土储、销售、业绩贡献等方面表现亮眼。公司凭借良好稳健的信用状况及大股东华发集团背书，融资成本占优、多元化融资渠道畅通。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.54、1.89、2.27 元，对应当前股价 PE 分别为 4.62、3.77、3.14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

公司重点布局城市调控政策趋严，销售不达预期，资金面超预期收紧等。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	33149	39712	49029	60197
收入同比(%)	39.9%	19.8%	23.5%	22.8%
归属母公司净利润	2785	3267	4001	4811
净利润同比(%)	21.9%	17.3%	22.5%	20.2%
毛利率(%)	29.62%	29.21%	28.90%	28.77%
ROE(%)	14.1%	14.2%	14.8%	15.1%
每股收益(元)	1.32	1.54	1.89	2.27
P/E	5.95	4.62	3.77	3.14
P/B	0.84	0.66	0.56	0.47

资料来源：wind，华安证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

正文目录

1 粤港澳龙头开发商，大湾区优质成长标的 6

1.1 背靠珠海国资委，大股东华发集团资源协同构建 6

1.2 逐步做强地产主业，打造上下游产业链同步发展 8

2 “立足珠海，面向全国”区域拓展硕果累累 9

2.1 销售稳居珠海龙头，外部拓展收获颇丰 9

2.2 扎根珠海、巩固华南、华东，加码华中 11

2.3 业绩贡献有望更趋均衡，预收账款充裕 13

3 深化粤港澳合作，打造世界级城市群 15

3.1 粤港澳大湾区规划落地，发展稳步推进 15

3.2 受益集团资源释放，巩固湾区优势 16

4 融资渠道畅通、方式多元、成本占优 18

4.1 净负债率改善，多元化融资助力负债结构优化 18

4.2 管理架构升级+打造长效激励，实现降本提效 20

5 估值与盈利预测 23

5.1 绝对估值 23

5.2 投资建议 23

风险提示： 24

财务报表与盈利预测 25

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表目录

图表 1 华发股份股权结构.....6
图表 2 华发集团区域战略布局.....7
图表 3 华发集团“4+2”业务布局.....7
图表 4 华发集团各业务简介.....8
图表 5 公司营业收入及其同比.....9
图表 6 公司归母净利润及其同比.....9
图表 7 公司营业收入构成（按业务）.....9
图表 8 公司房地产销售结算规模及其同比.....9
图表 9 公司销售面积及其同比.....10
图表 10 公司销售金额及其同比.....10
图表 11 公司历年销售均价（元/平方米）.....10
图表 12 公司历年新开工面积.....10
图表 13 公司历年销售金额构成（按区域）.....11
图表 14 2019 年公司在珠海市市占率大幅提升.....11
图表 15 公司历年土地储备规模（单位：万方）.....12
图表 16 公司土储分布（截至 2019 年末）.....12
图表 17 公司历年新增土储规模（万方）.....12
图表 18 公司历年新增土储楼面价/销售均价.....12
图表 19 公司历年新增土储构成（按城市能级）.....13
图表 20 公司历年新增土储构成（按区域）.....13
图表 21 预收账款规模及其覆盖同期营收倍数.....14
图表 22 公司历年营业收入构成（分区域）.....14
图表 23 截至 2019 年末公司在建项目未竣工部分+待开发分布（按建面）.....14
图表 24 公司在建及待开发货值分布估算表.....15
图表 25 粤港澳大湾区规划文件梳理.....15
图表 26 粤港澳大湾区城市群建设规划中心城市定位.....16
图表 27 粤港澳大湾区与纽约大湾区、旧金山湾区、东京湾区相关数据对比.....16
图表 28 近期珠三角九市人才引进及放宽政策梳理.....17
图表 29 珠三角九市限购政策一览.....17
图表 30 珠三角九城近十年宅地成交量（万方）.....18
图表 31 珠三角九城近十年住宅销量（万方）.....18
图表 32 截至 2020Q1 末华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况.....18
图表 33 公司历年净负债率水平.....19
图表 34 公司货币资金规模及其同比.....19
图表 35 公司长短期债务构成.....19
图表 36 公司历年年末融资总额及加权平均融资成本.....19
图表 37 公司近期发债明细.....20
图表 38 公司三级组织架构.....21
图表 39 公司股权激励内容梳理（2017.3.17 调整后）.....21
图表 40 公司股权激励名单及授予情况明细.....21
图表 41 股权激励解锁条件（业绩考核）.....22

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 42 公司销售管理费用率（销售金额口径）.....23
图表 43 三费占营收比重.....23
图表 44 NAV 测算（基于 2019 年末项目）.....23

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

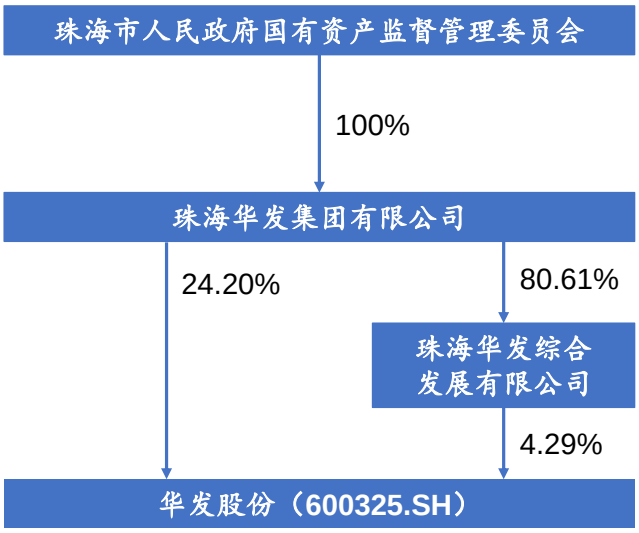
1 粤港澳龙头开发商，大湾区优质成长标的

1.1 背靠珠海国资委，大股东华发集团资源协同构建

珠海华发实业股份有限公司（简称“华发股份”）成立于 1992 年 8 月，1994 年取得国家一级房地产开发资质，2004 年成功在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600325）。公司前身为 1980 年成立的珠海华发集团有限公司（简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。经过近 40 年的发展，公司已成为珠海房地产市场的龙头企业。

截至 2020Q1 末，珠海华发集团直接持有公司 24.20%的股份，通过珠海华发综合发展有限公司间接持有公司 4.29%的股份，合计持有公司股份约 28.49%，为公司控股股东，公司的实际控制人为珠海市国资委。

图表 1 华发股份股权结构



资料来源：wind，华安证券研究所

华发集团组建于 1980 年，是珠海最大的综合型国有企业集团和全国知名的领先企业，于 2016 年起连续四年跻身“中国企业 500 强”，2019 年位列 330 名，同时位列广东企业 500 强榜单第 43 名，在信用等级水平、优质资信主体数量上均位居广东省前列。华发集团的发展历程可概括为三个阶段：

（1）持续领跑珠海房产业（1980-2000）：从 3000 元创业起家，经过 20 年发展，确立了在珠海房产行业的领先地位。2000 年总资产超过 10 亿元，实现了从无到有、从小到大的第一次跨越。

（2）开启珠海楼市精品时代（2001-2011）：公司抓住房地产市场发展的黄金十年，成功上市，并开始实施“扎根珠海，走向全国”的战略。总资产超过 300 亿元的华发实现从大到强的第二次跨越。

（3）转型升级跨越发展（2012-至今）：业务上，开辟全新“4+2”业务格局；区域布局上，挺进广州、上海、武汉等一二线城市，成功布局全国 60 余个城市；规模上，总资产达到 3686 亿元。这一阶段，华发全力实施“科技+”发展模式，致力成为科技、金融、产业、城市综合运营领先企业。

liaohan.net nblax520.com

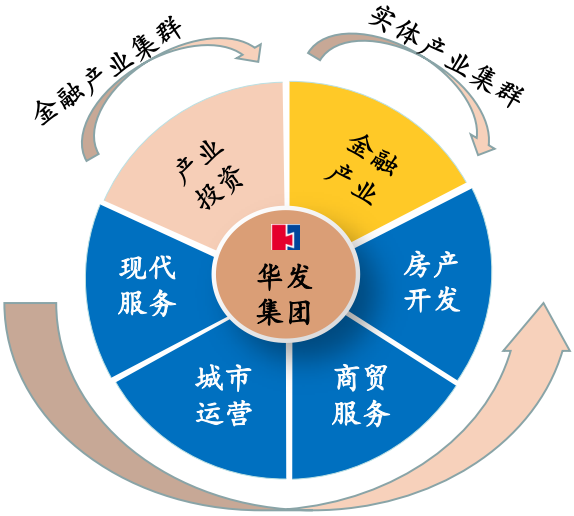
lax889889.com 299520.xyz

图表 2 华发集团区域战略布局

资料来源：华发集团官网，华安证券研究所

华发集团控股“华发股份”、“华发资本”、“华金国际资本”和“庄臣控股”四家主板上市公司，以及“华冠科技”、“华冠电容”两家新三板挂牌企业，**已经从单一的区域型房地产企业发展成为以城市运营、房产开发、金融产业、实业投资为四大核心业务，以商贸服务、现代服务为两大配套业务（4+2）的创新驱动型综合性企业集团。**六大板块均位居行业 TOP50，集团整体实力稳居中国地市级国企前列。2019 年集团营业收入突破 800 亿元、利税总额达 150 亿元；截至 2020 年一季度，集团资产总额超 4000 亿元。

图表 3 华发集团“4+2”业务布局



资料来源：华发集团官网，华安证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 4 华发集团各业务简介

业务板块	内容
城市运营	业务涵盖城市片区及产业园综合开发运营、公共服务设施开发建设、城市更新、公建物业开发等城市运营全领域。以十字门中央商务区为起点，开创了“政府指导而不出资，企业出资市场化运作”的城市运营开发模式。截至目前，城市运营板块直接建设和运营项目超 200 个，片区开发和产业园区开发总面积超过 200 平方公里，公共服务设施、城市更新、公建物业总建筑面积超 2000 万平方米。
房产开发	以华发股份为平台，2012 年开始，全面实施“立足珠海，布局全国，开拓海外”的发展战略。截至 2019 年底，已成功布局北京、上海、广州、深圳、重庆、长沙、武汉、苏州、南京等全国 40 余座重点城市，形成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京公司的“6+1”战略布局。
金融产业	以珠海华发投资控股有限公司为主体，通过做强金融产业集群，发展牌照金融、创新金融、金融科技三大业务。截止目前，华发投控参控股金融机构 24 家，准金融机构 132 家，交易平台 5 家。
产业投资	以珠海华发实体产业投资控股有限公司为核心平台，涵盖财务性投资、战略性投资、实体产业发展载体平台运营等三大业务方向，构建了“三驾马车”同向聚力、协同联动的战略格局。
商贸服务	坚持以服务实体经济为导向，与产业链终端生产型企业客户加强合作，紧密贴合实体企业需求，有色金属、煤炭、矿产品、建材业务保持快速增长。
现代服务	现代服务板块致力于打造高端高质量现代服务运营平台，拥有生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业三大类，不仅填补了珠海在会展、体育、高雅艺术、高端国际商务酒店等方面的空白，而且高标准运营一批城市级地标与品牌活动，大幅度提升珠海国际知名度，助力珠海“二次创业”、澳门产业适度多元化及粤港澳大湾区创新驱动发展。

资料来源：华发集团官网，华安证券研究所

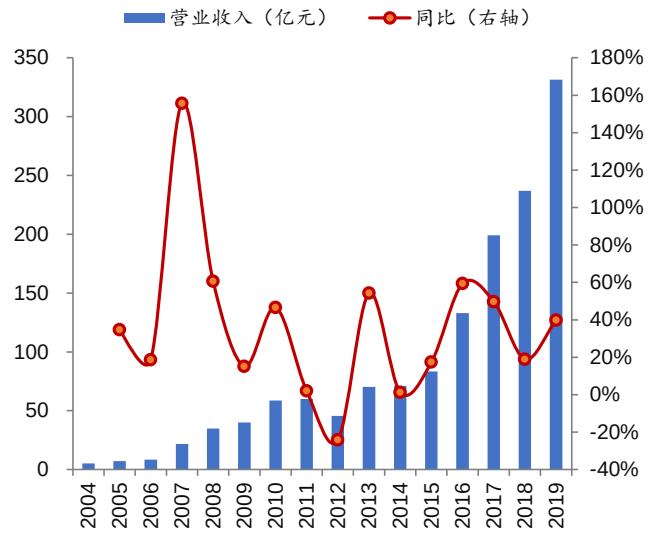
1.2 逐步做强地产主业，打造上下游产业链同步发展

公司通过深耕已布局城市和拓展新城市，逐步做强地产主业。上市至今，房地产业务占总营收比重维持在 95%以上。2019 年，公司实现营业收入 331.5 亿元，同比增长 39.9%；归属于上市公司股东净利润 27.9 亿元，同比增长 21.9%。其中，地产业务贡献营业收入约 317.4 亿元，占比约 95.7%。**公司在注重房地产开发与经营主业发展的同时，通过延伸地产业务产业链，加大与房地产业务相关的产业股权投资，逐步向商业地产、住房租赁、定制装修等领域扩张，打造上下游控制性产业链，逐步形成“以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展”。**

liaohan.net nblax520.com

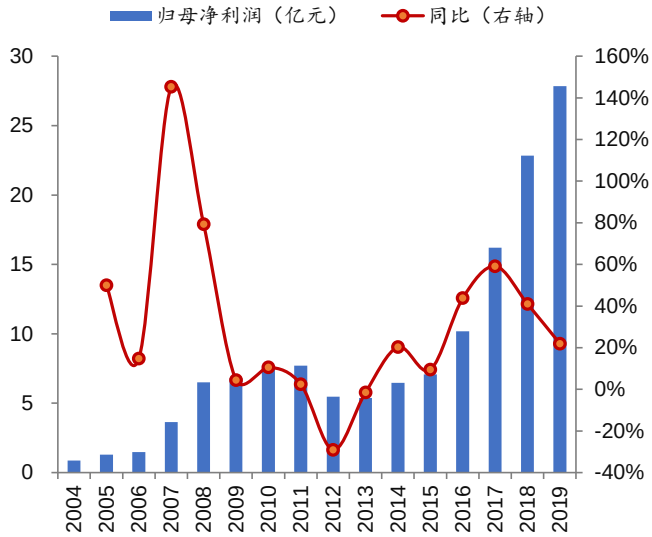
lax889889.com 299520.xyz

图表 5 公司营业收入及其同比



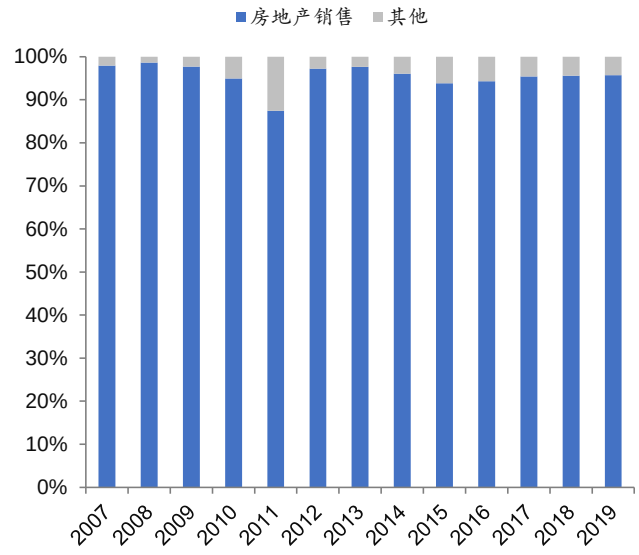
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润及其同比



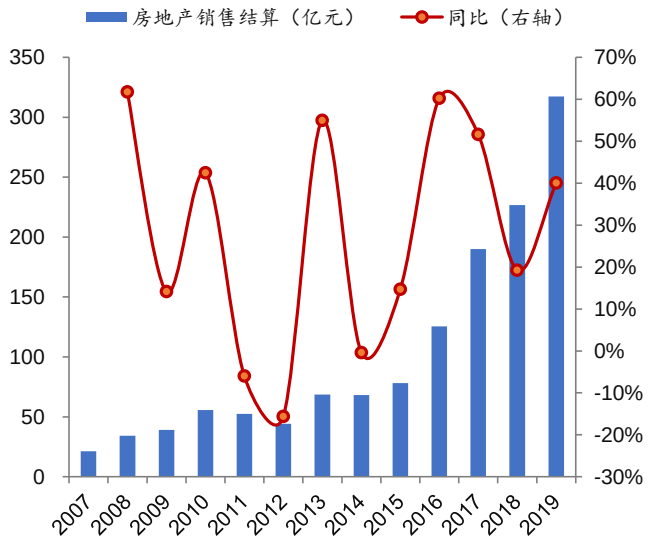
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司营业收入构成（按业务）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司房地产销售结算规模及其同比



资料来源：wind 华安证券研究所

2 “立足珠海，面向全国”区域拓展硕果累累

2.1 销售稳居珠海龙头，外部拓展收获颇丰

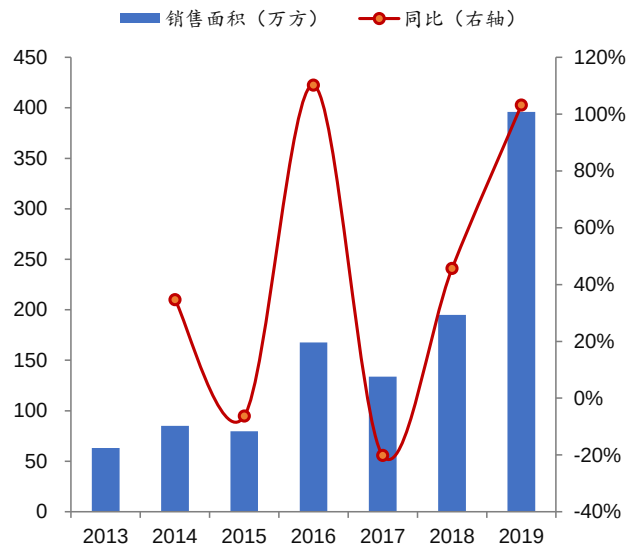
发展初期，公司的布局扩张相对较缓，但通过精耕细作，在已落子的城市销售表现亮眼。2015 年，公司以 133 亿元的销售金额突破百亿关口，2016 年销售额同比大幅增长 168.6%至 357.3 亿元。2017 年，随着各地调控政策陆续出台，市场观望气氛渐浓，公司重点布局城市亦受到影响致当年销售出现下滑。**2018 年起，公司通过“建立项目快推机制，加大进度管理力度，开工、开发、开盘速度有所提升，叠加成本招采联动的强化，助力项目快周转”，按照 3-6-9 高周转要求，优化工期铺排，销售重回快车道。2018 年，公司实现销售金额 582 亿元，同比大幅增长 87.6%。2019 年，公司以 922.7 亿**

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

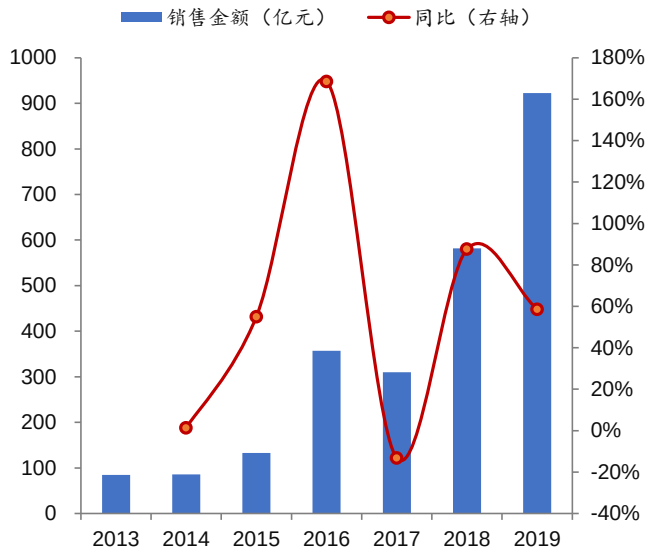
元的销售金额延续高增态势。2017-2019 年，公司销售面积、销售金额复合增速分别达 72.0%和 72.5%，居行业前列。根据克而瑞销售排行榜显示，2019 年公司排名（全口径销售金额）第 39 位，较 2018 年提升 8 名。

图表 9 公司销售面积及其同比



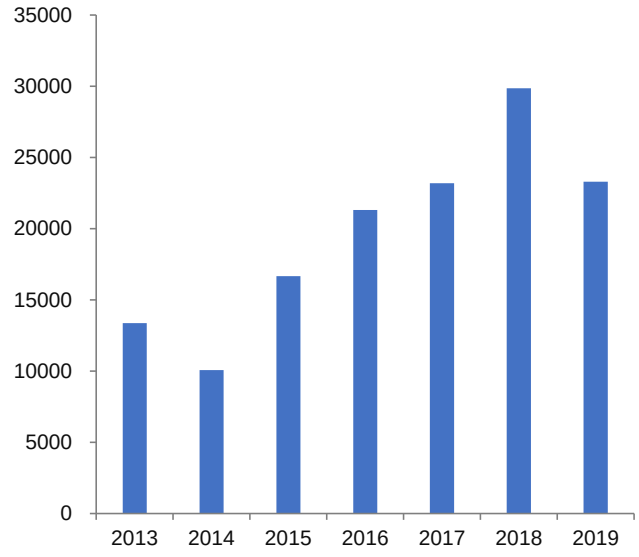
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 公司销售金额及其同比



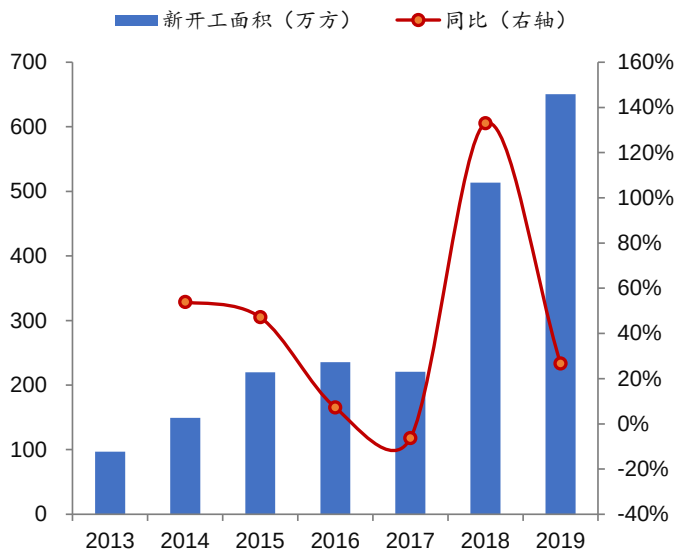
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司历年销售均价（元/平方米）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 公司历年新开工面积



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2005 年，公司提出“立足珠海，面向本省”；2008 年布局战略调整为“立足珠海，面向全国”。近几年，公司在持续深耕大本营的基础上，加大外部拓展力度，珠海区域以外的重点布局城市同样取得了优异的成绩。例如，公司在上海开发的华发华润·静安府项目，在 2018 年以 102 亿的销售额，成为当年的销冠项目；2019 年该项目又以 106.5 亿元的销售额成功卫冕。

（1）从 2019 年各布局区域销售贡献来看：（a）珠海区域大本营：全年完成销售

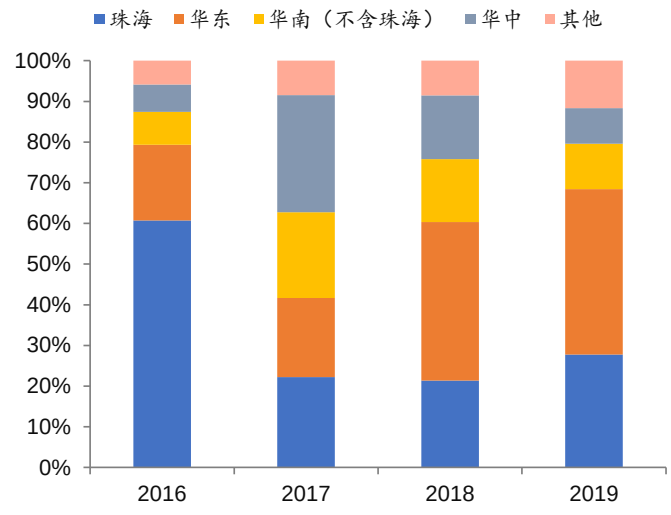
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

额 256.21 亿元，销售占比 27.76%；**（b）华南区域（不含珠海）**全年完成销售额 103.06 亿元，占比 11.17%；**（c）华东区域：**实现 375.21 亿元的销售额，占比 40.66%；**（d）华中区域：**完成 80.89 亿元的销售额，占比 8.77%；**（e）其他区域：**销售额为 107.36 亿元，占比约 11.64%。

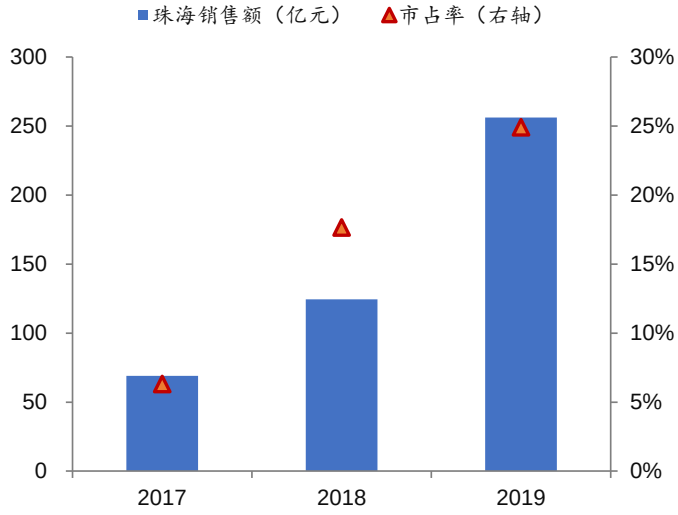
（2）从珠海区域的市场表现来看：2019 年市占率（销售金额口径）恢复至 24.9%，稳居珠海房地产业龙头位置。

图表 13 公司历年销售金额构成（按区域）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 2019 年公司在珠海市市占率大幅提升



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

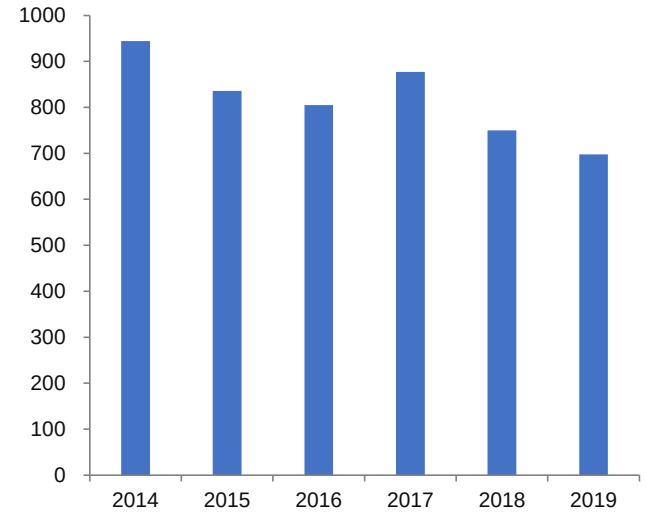
2.2 扎根珠海、巩固华南、华东，加码华中

公司以珠海为战略大本营，一二线城市为发展重点，对外扩张稳步推进，呈现了由单一城市、单一区域向多个城市、多个区域方向发展的良好态势。截至 2019 年末，公司已完成珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京公司的“6+1”区域布局；拥有土地储备计容建筑面积 697.49 万平方米。其中，华南地区土地储备面积占比 33.93%、华东区域占比 8.31%、华中地区土储占比 45.71%、北方地产占比 12.05%，土储布局进一步均衡。

liaohan.net nblax520.com

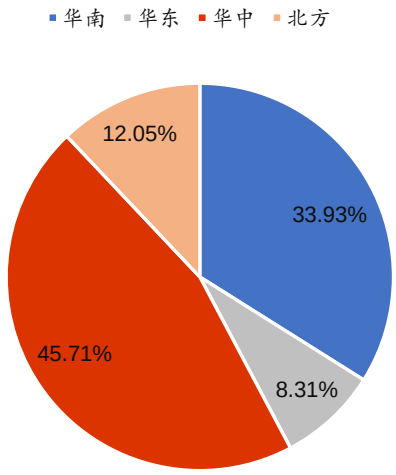
lax889889.com 299520.xyz

图表 15 公司历年土地储备规模（单位：万方）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

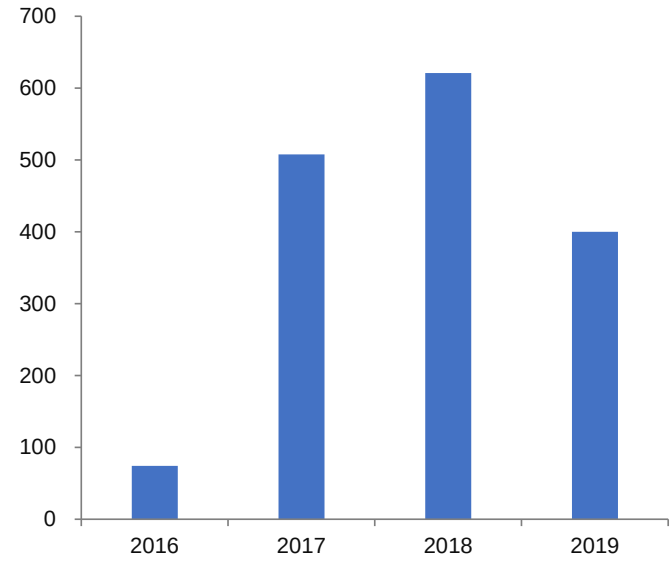
图表 16 公司土储分布（截至 2019 年末）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

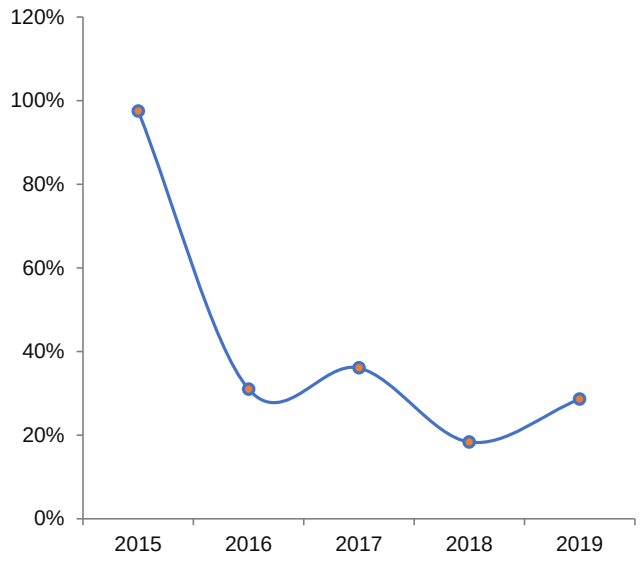
公司一直以滚动开发高周转为经营策略，土地储备倾向“以销定产”的积累。根据历年新增土储数据计算：2014-2016 年，公司出于谨慎性考虑，拿地态度偏保守。2017 年，公司拿地力度提升，开启新一轮的投资布局，当年新增土储权益建面约 275 万方，同比增长 514%，土地投资约 231 亿元，同比增长 798%。2018 年，公司延续积极拿地态势，当年新增土地储备权益建面约 492 万方，同比增长 79%；2019 年，公司成功取得 36 个新项目。根据公司拿地均价和销售情况对比，规模拓展的同时，公司注重成本管控，近两年地价售价比控制在 30%以内，利润水平具备支撑。

图表 17 公司历年新增土储规模（万方）



资料来源：公司公告，CREIS 中指数据，华安证券研究所

图表 18 公司历年新增土储楼面价/销售均价



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

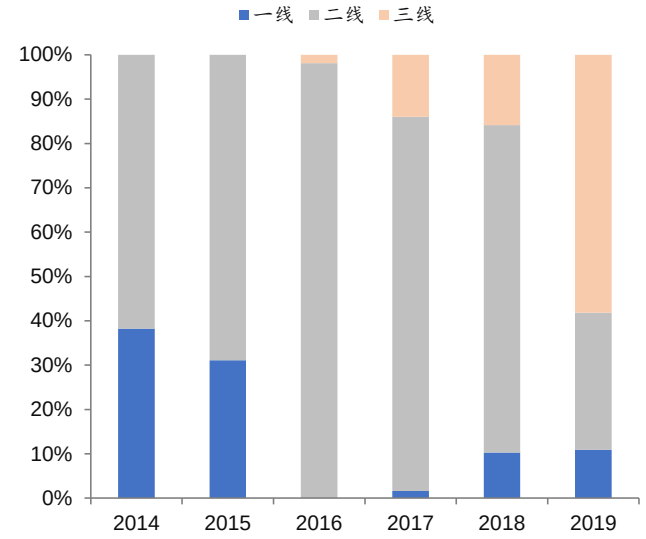
公司在项目拓展方面：（1）**扎根珠海**，确保珠海的龙头地位；（2）采取**城市深耕**策略；（3）**区域聚焦**，围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区等核心城市群进行区域布局。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从城市能级看：2016 年以前，公司主要在一二线城市布局深耕，2017-2019 年随着外拓力度增加，三线城市占比有所提升。**从区域布局看：**2014-2016 年，公司在华东区域加大投资力度，2017-2018 年新增土储中华中占比大幅提升。近几年公司华东区域货值去化顺畅，因此 2019 年公司在华东区域新增建面占比超五成（不含收并购项目）。

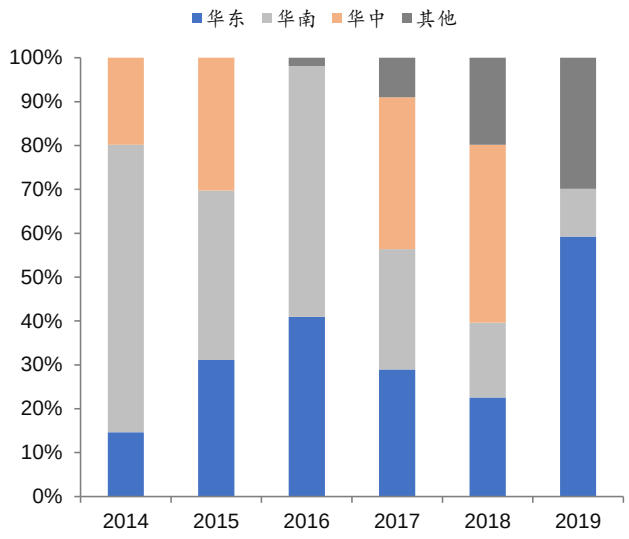
图表 19 公司历年新增土储构成（按城市能级）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

注：2018、2019 年数据不包括收并购项目

图表 20 公司历年新增土储构成（按区域）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

注：2018、2019 年数据不包括收并购项目

公司在土储获取方式上积极丰富投拓渠道，提升投拓格局。一方面，公司通过传统招拍挂的方式在公开市场寻找具备投资价值的项目；另一方面，公司加强与业内优质企业的合作，寻找项目合作、棚户区改造、城市更新、一二级联动等机会，积极寻找并购标的，推动企业快速上规模。**多元化的投拓渠道，为公司补充土储的同时，有效降低拿地成本，保障项目获利水平，避开激烈的公开市场竞争，助力外部拓展稳步推进。**

2.3 业绩贡献有望更趋均衡，预收账款充裕

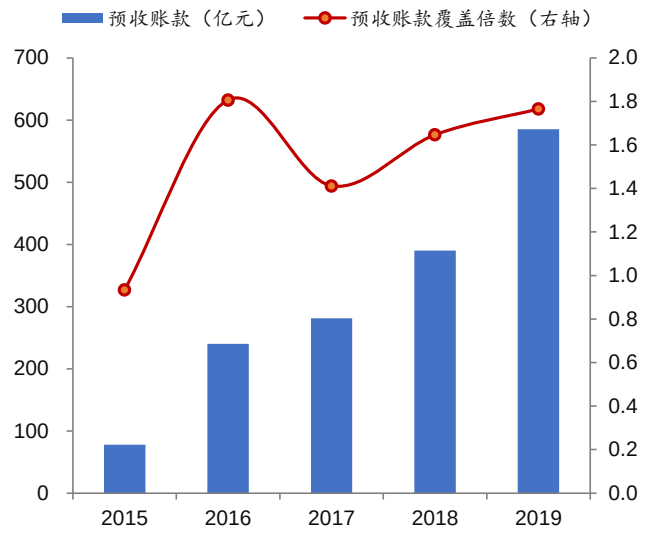
随着近几年销售高增，公司预收账款规模逐步提升。截至 2019 年末，公司预收账款达 585 亿元，可覆盖同期营收倍数约 1.8 倍，未来业绩释放有保障。从近几年营业收入的区域分布来看，珠海的贡献比逐年递减，由 2017 年的 79%降至 2019 年的 19%；而华南（不含珠海）、华东、华中区域成为营收贡献新力量，分别贡献 25%、21%和 27%。*我们以 2019 年末公司房地产项目全口径未结算面积来看（在建未竣工部分+待开发部分）：华南区域（含珠海）合计占比约 36.3%，其中珠海占比 19.4%；华中、华东、北方区域分别占比 28.0%、15.4%和 13.3%，未来业绩贡献有望进一步在区域间实现均衡。*

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

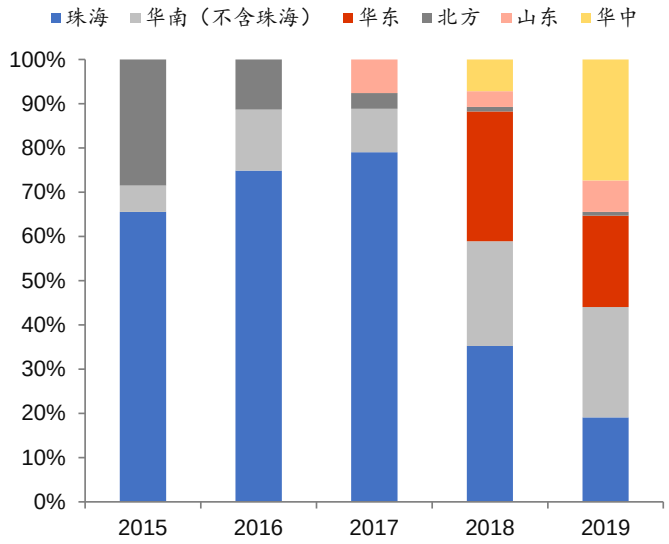
华安证券 HUAAN RESEARCH

图表 21 预收账款规模及其覆盖同期营收倍数



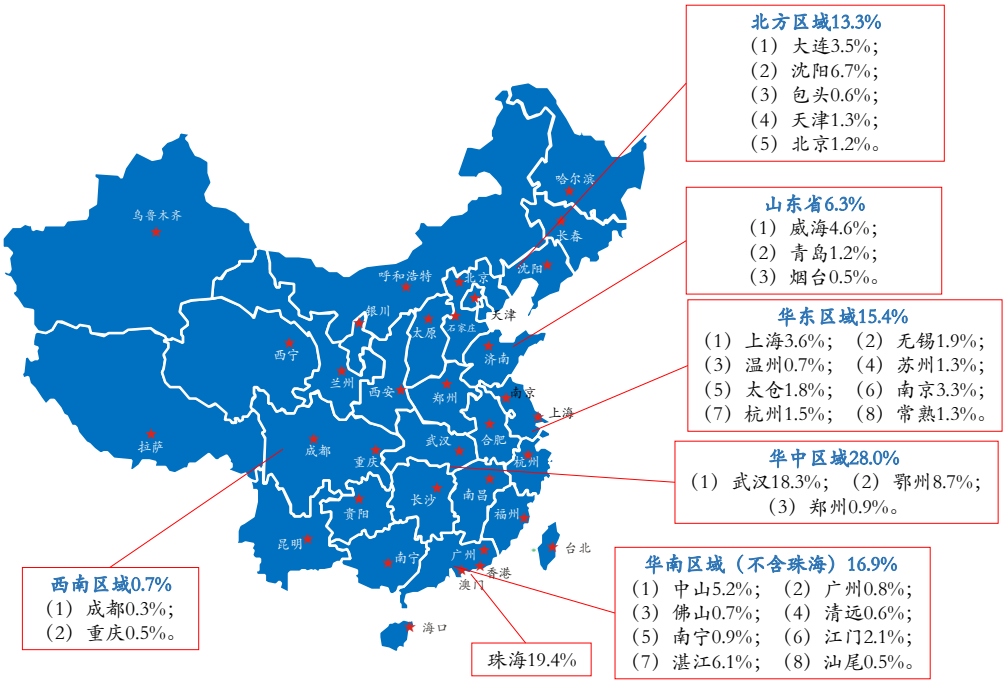
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 22 公司历年营业收入构成（分区域）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 23 截至 2019 年末公司在建项目未竣工部分+待开发分布（按建面）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

考虑到公司在各区域之间销售均价存在一定的差距。因此，我们在统计建面口径的基础上，对公司已售未结及待开发部分进行估算。按布局区域占比排序前三分别为：华南（含珠海）占比 33.5%、华中占比 29.0%、华东占比 28.5%，其余地区合计占比约 9.0%。随着公司在建项目逐步进入结转期，叠加待开发土储布局持续优化，业绩有望在稳步增长和贡献分布之间实现平衡。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 24 公司在建及待开发货值分布估算表

区域	在建+待开发（万方）	对应货值（亿元）	区域货值占比
珠海	401.3	1024.9	19.49%
华南（不含珠海）	350.4	735.3	13.98%
华东	319.8	1499.2	28.50%
华中	579.2	1524.3	28.98%
北方	275.2	276.5	5.26%
山东	130.4	164.7	3.13%
其他	14.9	34.8	0.66%
合计	2071.4	5259.6	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：货值估算采用 2018 年各区域销售均价，其他区域采用公司 2019 年整体销售均价估算

3 深化粤港澳合作，打造世界级城市群

3.1 粤港澳大湾区规划落地，发展稳步推进

2019 年 2 月 18 日，国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，指出“粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市”，“是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位”。

图表 25 粤港澳大湾区规划文件梳理

时间	会议或文件	主要内容
2009 年 10 月	《大珠江三角洲城市群协调发展规划》	提出构建珠江口湾区的设想
2014 年	深圳政府工作报告	提出打造湾区经济的思路
2016 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出推动粤港澳大湾区和跨省区重大合作平台建设
2017 年 3 月	李克强总理在十二届中国人大五次会议的政府报告	提出要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划
2017 年 10 月	习近平在中国共产党第十九次代表大会的报告	提出以粤港澳大湾区建设、粤港澳合作、泛珠三角区域合作等为重点，全面推进内地同香港、澳门互利合作
2018 年 5 月	中央政治局常委会会议和中央政治局会议	对《粤港澳大湾区发展规划纲要》进行审议
2019 年 2 月	《粤港澳大湾区规划发展纲要》	为短期至 2022 年长期至 2035 年的湾区发展树立了目标，提出了总体要求

资料来源：新华网，国务院网站，深圳市政府网站，华安证券研究所

《纲要》从五个方面对粤港澳大湾区进行战略定位：（1）充满活力的世界级城市群；（2）具有全球影响力的国际科技创新中心；（3）“一带一路”建设的重要支撑；（4）内地与港澳深度合作示范区；（5）宜居宜业宜游的优质生活圈。其中，将粤港澳大湾区建设成为世界级城市群的过程离不开区域经济的协同发展，需要依靠区域内各城市之间的合理分工、功能互补及错位发展的基本格局。

从大湾区空间布局来看：（1）构建极点带动、轴带支撑网络化的空间格局；（2）完善城市群和城镇发展体系；（3）辐射带动泛珠三角区域发展。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 26 粤港澳大湾区城市群建设规划中心城市定位

城市	规划定位
香港	巩固和提升国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽地位，强化全球离岸人民币业务枢纽地位、国际资产管理中心及风险管理中心功能，推动金融、商贸、物流、专业服务等向高端高增值方向发展，大力发展创新及科技事业，培育新兴产业，建设亚太区国际法律及争议解决服务中心，打造更具竞争力的国际大都会。
澳门	建设世界旅游休闲中心、中国与葡语国家商贸合作服务平台，促进经济适度多元发展，打造以中华文化为主流、多元文化共存的交流合作基地。
广州	充分发挥国家中心城市和综合性门户城市引领作用，全面增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，培育提升科技教育文化中心功能，着力建设国际大都市。
深圳	发挥作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用，加快建成现代化国际化城市，努力成为具有世界影响力的创新创意之都。

资料来源：国务院网站，华安证券研究所

粤港澳大湾区总面积 5.6 万平方米，2019 年末总人口超 7200 万人。与国际上较为成熟的纽约大湾区、旧金山大湾区和东京大湾区相比，粤港澳大湾区在面积及人口等方面具备优势，但从区域经济生产总值及人均 GDP 来看，依然存在较大的提升空间。

图表 27 粤港澳大湾区与纽约大湾区、旧金山湾区、东京湾区相关数据对比

指标	粤港澳大湾区	旧金山湾区	纽约湾区	东京湾区
占地面积（万平方千米）	5.61	1.8	2.15	3.68
包含范围	香港、澳门、广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等（9 市+2 行政区）	旧金山、北湾、东湾、南湾及半岛区。主要有三个大城市：旧金山、奥克兰、圣何塞等	布朗克斯区、布鲁克林区、曼哈顿、皇后区、斯塔滕岛等。主要大城市：波士顿、纽约、费城、巴尔的摩、华盛顿等	横滨港、东京港、千叶港、 川崎港、横须贺港和木更津港。重要城市有东京、横滨、川崎等
人口（万）	7265	715	2340	4347
GDP（万亿美元）	1.68	0.8	1.4	1.8
人均生产总值（万美元）	2.31	11.19	5.98	4.14
第三产业占 GDP 占比（%）	66.2	82.8	89.4	82.3
空港旅客吞吐量（万人次）	22318	7100	13000	11200
港口集装箱吞吐量（万标箱）	6789	227	465	766
世界 100 强大学	5	3	2	2

资料来源：香港贸易发展局，粤港澳大湾区研究院，华安证券研究所

注：粤港澳大湾区为 2019 年，其余湾区为 2015 年

3.2 受益集团资源禀赋，巩固湾区优势

当前政策调控以稳为主，因城施策+松紧结合+高频微调逐步成为重要调控方式。落实到珠三角九市，目前仅惠州、肇庆未实施限购政策，整体调控趋严。但是近期，广州、珠海等城市通过人才引进等方式或有助于潜在需求的逐步释放。

liaohan.net nblax520.com

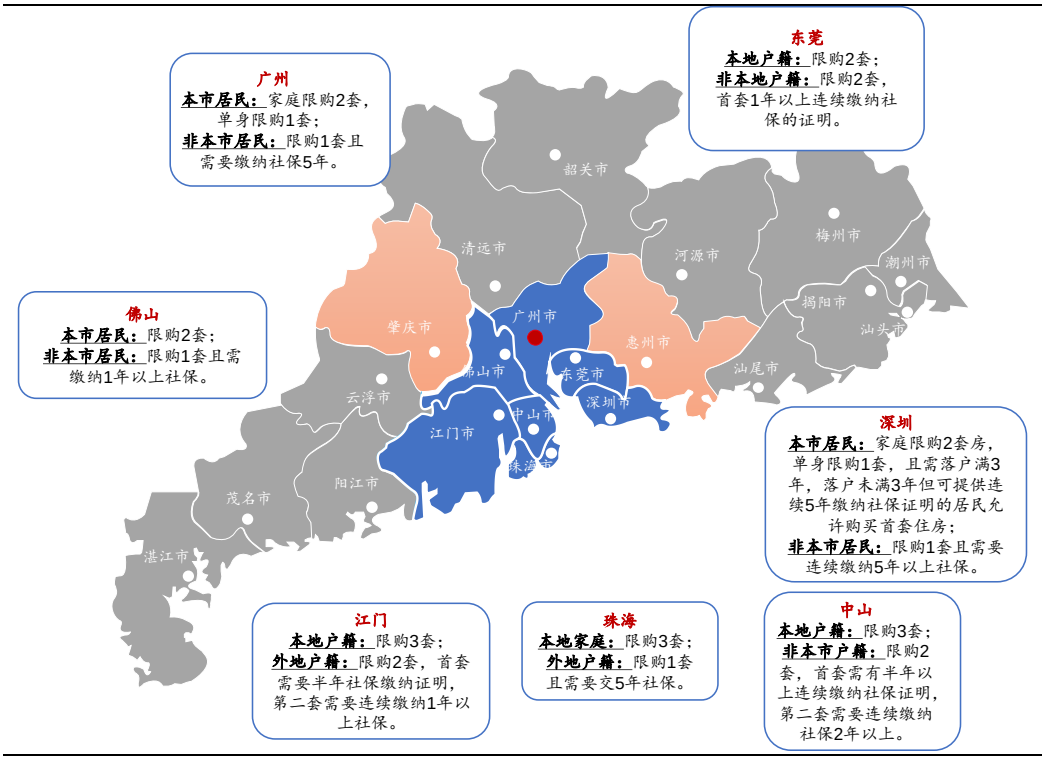
lax889889.com 299520.xyz

图表 28 近期珠三角九市人才引进及放宽政策梳理

城市	政策内容
广州	（1）南沙区：2019 年 12 月 13 日，区内就业本科及以上人才、中级工及以上职业资格人才，港澳居民限购 1 套；（2）花都区：2019 年 12 月 18 日，区内就业的大专及以上人才、中级工及以上职业资格的人才，首套取消限制；2020 年 3 月 18 日，区内及空港区无住房限购 1 套，限售 3 年，绿卡持有人父母、配偶父母及成年子女区内无住房限购 1 套；（4）番禺区：2020 年 3 月 3 日，领军人才纳税满一年，首套房一次性给予不超过 50 万元购房补贴，未享受过补贴且无房产的，按租金 50%给予租房补贴 24 个月；（5）白云区：2020 年 3 月 16 日，工作满一年，具备中级或以上专业技术职称，或大专及以上学历人才，在江高、人和、太和、钟落潭四镇享受广州户籍待遇；（6）黄埔区：2020 年 5 月 28 日，区内连续工作半年以上，限购 1 套，持有人才绿卡或经认定人才，其父母、配偶父母、成年子女限购 1 套，港澳居民在区内工作、中新广州知识城工作的新加坡居民在中新广州知识城范围内享受户籍待遇。
佛山	2019 年 12 月 4 日，持有优粤佛山卡 A 卡、B 卡、C 卡、T 卡的非本市户籍人才，享受佛山市户籍人口购房政策。在佛山市工作、具有本科及以上学历或中级工及以上职业资格的非本市户籍人才，首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制。2020 年 3 月 19 日，放宽新 T 卡持有条件，持有 T 卡的具有中专学历或大专学历即可享受佛山市户籍人口购房政策。
珠海	非户籍人口，珠海大桥以西、高新区限购 1 套一、二手房，香洲区、横琴新区一手房 180 ㎡以上限购 1 套，均无社保要求；港澳人士，珠海大桥东仅限购 1 套，珠海大桥西限购 2 套，但全市不可超过 2 套

资料来源：中指研究院，华安证券研究所

图表 29 珠三角九市限购政策一览



资料来源：各地政府网站，华安证券研究所

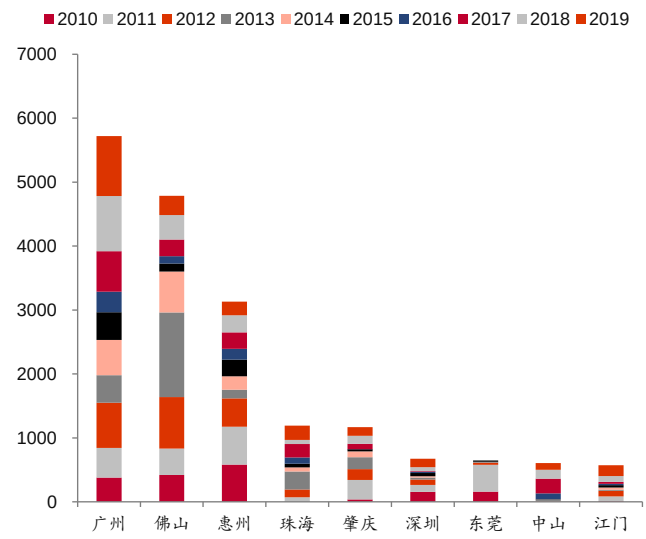
从近十年（2010-2019）住宅用地成交面积来看，珠三角九城中广州、佛山、惠州三城的宅地成交量较高，珠海、肇庆居中，而深圳、东莞、中山、江门成交量处于九城中较低水平。我们通过近十年住宅销量/宅地成交量来看，广州的比值较低。我们认为这与宅地供应及开发强度有关，一定程度上说明珠三角九城内的“土地放量”存在

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

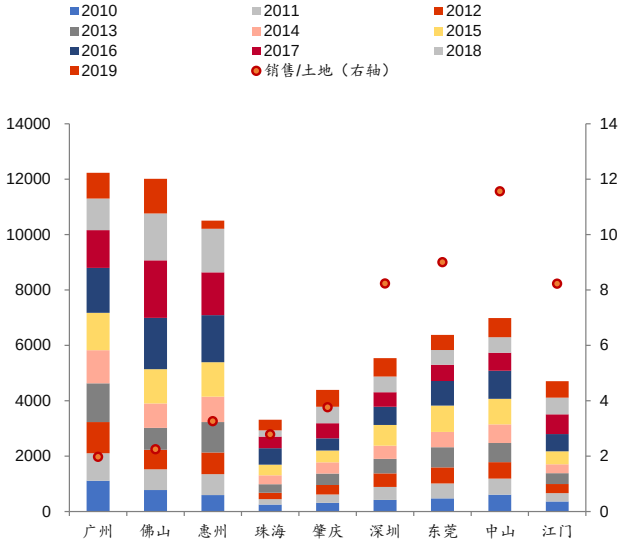
向城市更新等非招拍挂方式倾斜的可能。

图表 30 珠三角九城近十年宅地成交量（万方）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 珠三角九城近十年住宅销量（万方）



资料来源：wind，华安证券研究所

注：中山市 2019 年数据为商品房销售面积，其余年份口径为住宅

公司大股东华发集团旗下的华发城市运营板块，业务内容包括产业园区及城市片区开发、城市综合体建设、城市更新、市政设施及保障房建设等。目前，华发城市运营开展的土地一级开发项目包括十字门中央商务区项目、金湾航空新城核心区项目、保税区二期项目、高新区北围项目、富山产业新城项目和珠海北站 TOD 等项目。华发集团非房地产板块拥有土地储备计容面积合计约 538.9 万平方米。其中，十字门中央商务区 19 个地块合计计容面积约 154 万方。华发股份作为华发集团唯一房地产开发业务上市平台，未来有望持续受益集团资源禀赋的释放，巩固公司在粤港澳大湾区的优势。

图表 32 截至 2020Q1 末华发城市运营主要在建土地一级开发项目情况

项目	开发面积（平方公里）	居住用地规划建面（万方）	计划总投资（亿元）	已完成投资（亿元）	未来计划投资（亿元）		
					2020.4-12	2021	2022
十字门中央商务区	5.77	335	81.6	65.03	3.06	3.5	4.5
金湾航空新城	3.8	205	35	32.47	0.72	0.85	0.96
保税区二期	2.3	76.87	20	12.6	0.32	3	3.2
高新区北围	8.6	206.84	140	28.76	0.59	2	2.5
富山产业新城	150	1344	60	30.75	5.44	7	4
珠海北站 TOD	1.46	79	10	5.11	0.82	2	2.07

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 融资渠道畅通、方式多元、成本占优

4.1 净负债率改善，多元化融资助力负债结构优化

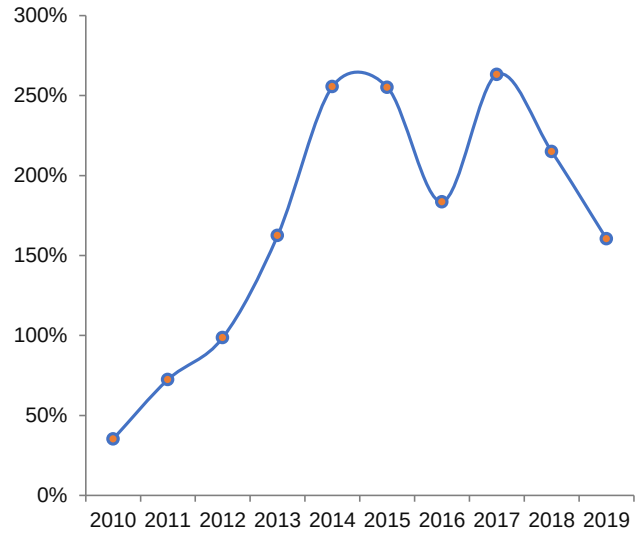
随着 2017 年投拓力度的大幅提升，公司净负债率增长至上市以来的峰值。近两年，公司对内不断提升资金管控水平，对外积极拓展创新融资模式，净负债率逐步改

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

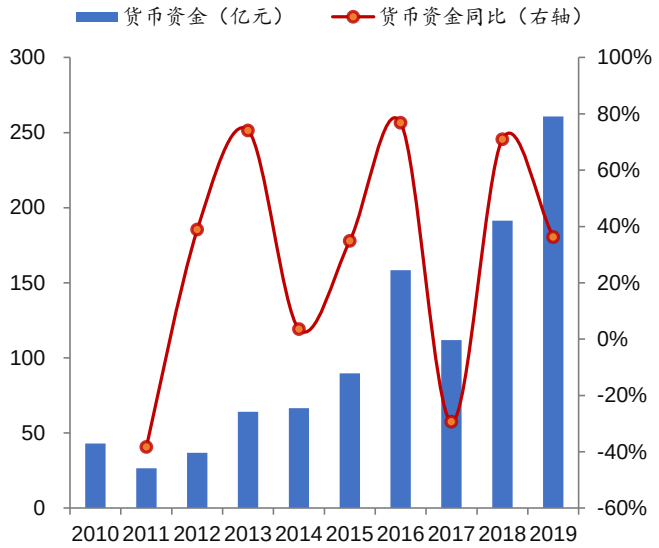
善。2018、2019 年净负债率分别下行至 215%、160%，较 2017 年高点分别下降 48、103 个百分点。**净负债率的下行主要受益于报告期内公司强化销售回款、调整债务结构等。**截至 2019 年末，公司货币资金达 261 亿元，同比增长 36%。

图表 33 公司历年净负债率水平



资料来源：wind，华安证券研究所

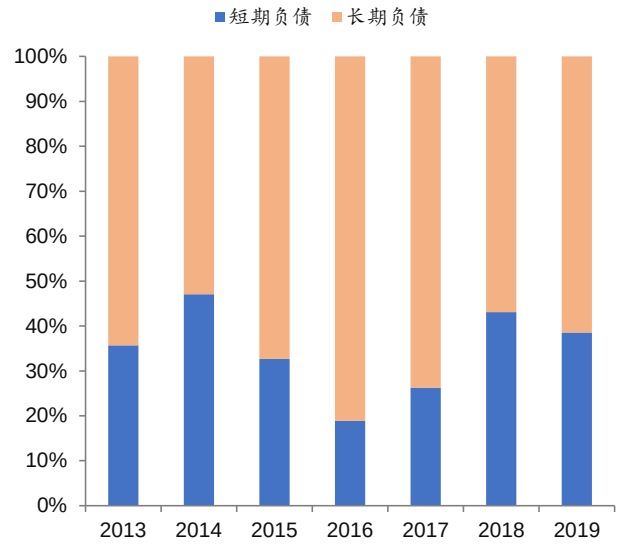
图表 34 公司货币资金规模及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

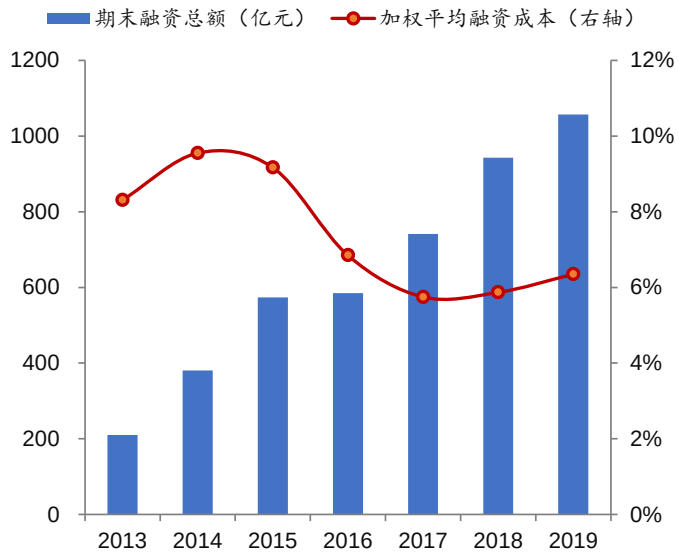
从债务期限结构来看，2019 年公司长期负债占长短期负债合计比例约 61%，较 2018 年提升 5 个百分点，长短期债务的优化带动现金覆盖短债倍数修复至 71%。截至 2019 年末，公司融资总额 1057.2 亿元，加权平均融资成本 6.35%，虽较 2018 年提升 0.48 个百分点，但依然处于近几年较低水平。2019 年，公司信用评级成功上调，主体信用评级及各项融资产品评级均由“AA+”上调至“AAA”，有望进一步助力公司融资渠道畅通及成本优化。

图表 35 公司长短期债务构成



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 36 公司历年年末融资总额及加权平均融资成本



资料来源：公司公告，华安证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从融资渠道来看，公司在传统银行借款、公司债的基础上，积极探索创新方式，确保持续发展过程中的融资支持。其中，2018 年，公司申请注册永续中票额度 50 亿元并首期发行 15 亿元。同时，通过交易所发行购房尾款证券支持计划 9.5 亿元，长租公寓类 REITs、供应链 ABS 融资业务等创新产品业务均已获批。2019 年，公司股东大会审议通过《关于华发集团为储架式供应链金融资产证券化业务提供担保及公司向其提供反担保暨关联交易的议案》。公司控股股东华发集团作为发行主体，以承包商及供应商对公司及下属公司的应收账款债权为基础资产，开展储架式供应链金融资产证券化业务（“供应链 ABS”），发行总规模不超过人民币 100 亿元。

图表 37 公司近期发债明细

发行日期	到期日	债券类型	发行规模（亿元）	票面利率(%)
2019-02-25	2024-02-25	私募债	7.50	5.00
2019-02-25	2022-02-25	私募债	7.80	4.80
2019-03-27	2037-03-27	证监会主管 ABS	1.57	0.00
2019-03-27	2037-03-27	证监会主管 ABS	13.91	5.00
2019-05-27	2022-05-27	一般中期票据	10.00	5.78
2019-05-29	2020-02-23	超短期融资债券	5.00	3.76
2019-07-03	2019-10-01	超短期融资债券	6.00	3.00
2019-07-16	2019-10-14	超短期融资债券	6.00	2.98
2019-08-19	2024-08-19	私募债	5.00	4.67
2019-08-19	2022-08-19	私募债	5.00	4.45
2019-09-10	2022-09-10	一般中期票据	10.00	5.50
2019-10-10	2020-07-06	超短期融资债券	3.40	3.47
2019-12-09	2037-09-25	交易商协会 ABN	0.20	0.00
2019-12-09	2037-09-25	交易商协会 ABN	2.40	5.19
2019-12-09	2037-09-25	交易商协会 ABN	2.10	5.80
2019-12-24	2037-12-24	证监会主管 ABS	4.04	0.00
2019-12-24	2037-12-24	证监会主管 ABS	7.25	5.39
2020-02-18	2023-02-18	一般中期票据	5.70	4.30
2020-02-24	2025-02-24	一般公司债	15.80	3.38
2020-03-31	2020-12-26	超短期融资债券	10.00	2.65
2020-04-23	2023-04-23	一般中期票据	9.30	4.10
2020-04-29	2020-12-29	超短期融资债券	10.00	1.80
2020-04-30	2020-10-27	超短期融资债券	4.50	1.69
2020-07-09	2022-06-25	证监会主管 ABS	0.70	0.00
2020-07-09	2022-06-25	证监会主管 ABS	11.80	4.10

资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 管理架构升级+打造长效激励，实现降本提效

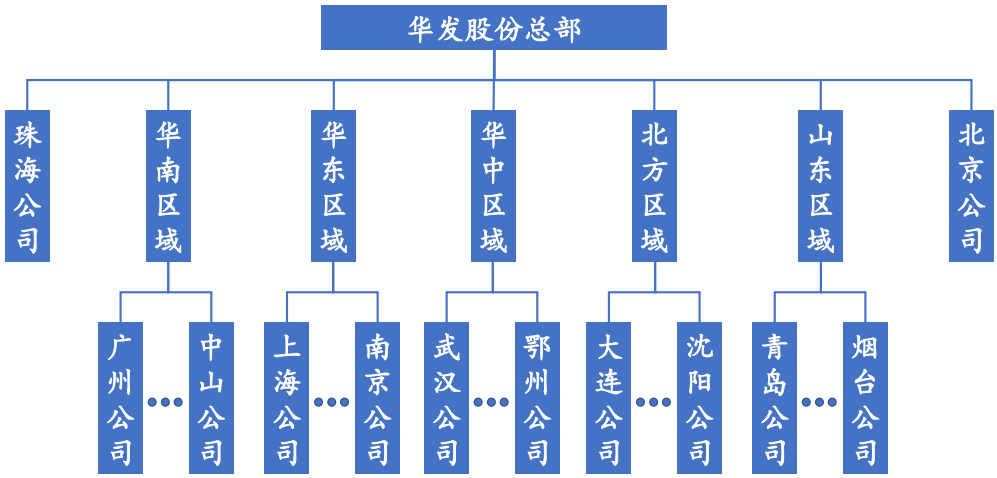
2016 年，公司加大推动优化管控落实的力度，研究梳理总部与区域公司、城市公司及智能公司的管控关系，推进三级管控模式落地，以上海公司为试点，做实区域公司，在此基础上广州公司试行推进。2017 年，公司管控模式进一步优化，组建华东区域、华南区域、华中区域、北方区域、山东区域五大区域公司，加快探索由二级管控

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

向三级管控模式转变。近两年，公司按照“总部做精、区域做实、城市做强”的定位，优化三级架构审批事项分级授权体系，优化审批流程，提高决策效率。

图表 38 公司三级组织架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2017 年 2 月，公司发布股权激励计划，通过向激励对象定向发行人民币 A 股普通股的形式，拟向 181 名激励对象授予 817 万股限制性股票，占授予前公司总股本的 0.70%，授予对象涵盖公司董事（不包括外部董事）、高级管理人员及中层管理人员。在授予过程中，21 名激励对象合计放弃 37.5 万股，实际向 160 名激励对象授予 779.5 万股限制性股票，占授予前公司总股本的 0.67%。

图表 39 公司股权激励内容梳理（2017.3.17 调整后）

项目	内容
激励方式	上市公司定向发行股票
激励总数（万股/万份）	779.50
激励总数占当时总股本比例（%）	0.67
行权价格（元/股）	8.94 （第一期调至 4.22 元/股；第二期调至 3.87 元/股）
第一期解锁时间	2019.2.13-2020.2.12
第二期解锁时间	2020.2.13-2021.2.12
第三期解锁时间	2021.2.13-2022.2.12
第四期解锁时间	2022.2.13-2023.2.12

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 40 公司股权激励名单及授予情况明细

姓名	职务	授予限制性股票额度（万股）	获授权益占授予总量比例	标的股票占总股本的比例
刘亚非	董事局副主席	30	3.85%	0.03%
刘克	董事局副主席	30	3.85%	0.03%
陈茵	董事、总裁	30	3.85%	0.03%
俞卫国	董事、常务执行副总裁、财务总监	27	3.46%	0.02%

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

郭凌勇	执行副总裁	25	3.21%	0.02%
张延	党委书记、执行副总裁	25	3.21%	0.02%
侯贵明	董事局秘书	25	3.21%	0.02%
中层管理人员（合计 153 人）		587.5	75.37%	0.50%
限制性股票合计授予（合计 160 人）		779.5	100%	0.67%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

本次激励计划共分四个解锁期。以 2015 年为基准年，2017-2020 年净利润增速分别不低于 20%、30%、40%、50%。公司 2017-2019 年分别实现扣非后归母净利润 15.79 亿元、22.75 亿元和 27.86 亿元，对应实际加权净资产收益率分别为 12.56%、17.50%和 20.09%，超额完成解锁条件内设定的考核条件，业绩增速表现亮眼，激励效果到位。

图表 41 股权激励解锁条件（业绩考核）

考核年份	扣非后归母净利润（考核）	扣非后归母净利润（实际）	净资产收益率（考核）	净资产收益率（实际）	要求主营业务占比不低于
2017	7.76 亿元	15.79 亿元	8.5%	12.56%	97%
2018	8.41 亿元	22.75 亿元	8.8%	17.50%	97%
2019	9.06 亿元	27.86 亿元	9.0%	20.09%	97%
2020	9.71 亿元	-	9.5%	-	97%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司 2016 年为加强人才队伍建设，制定了华发股份人力资源管理三年战略规划，探索智能公司员工持股计划、跟投与事业合伙人制度等中长期激励机制。2017 年，股权激励、跟投制度、投拓奖励及董事局专项奖励等措施相继落地，促进项目高周转的同时，进一步提升成本管控能力。2019 年销售管理费用率（销售额口径）降至 2.84%。较为市场化的长效激励，有效激发企业活力，为企业持续发展增进赋能。

（1）跟投机制：有效的实现员工与企业共创、共担、共享，提高员工的工作积极性，加快公司资金周转、缩短项目开发周期。2018 年收到职工项目跟投款 7078 万元；

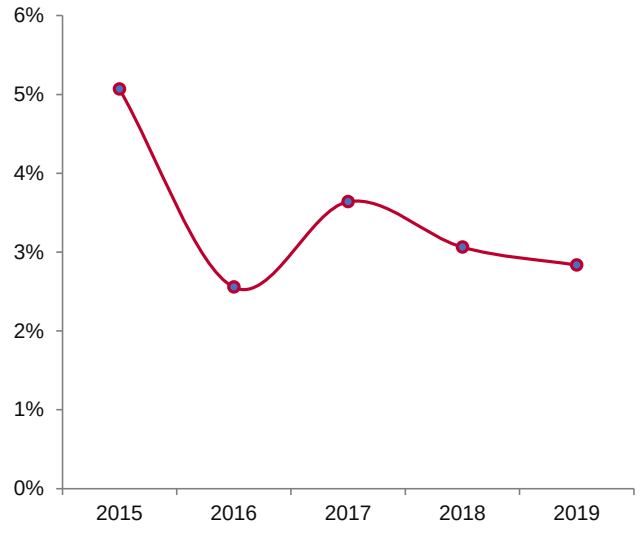
（2）项目拓展激励机制：充分调动员工拓展新项目的积极性，奖励为公司获取优质土地项目的员工，为实现公司未来发展战略提供可持续发展的土地储备；

（3）董事局奖励基金：对公司经营业绩提升、管理提升、产品创新有突出贡献的人员进行奖励。

liaohan.net nblax520.com

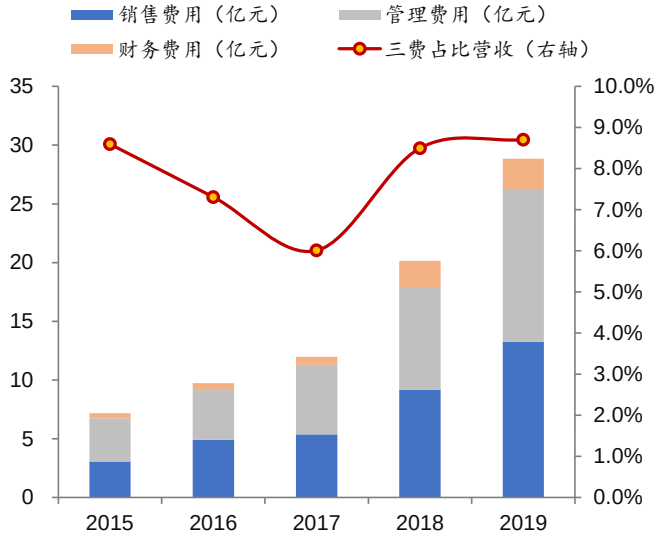
lax889889.com 299520.xyz

图表 42 公司销售管理费用率（销售金额口径）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 43 三费占营收比重



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

5 估值与盈利预测

5.1 绝对估值

我们采取 NAV 估值法对公司房地产项目开发部分进行预测。以公司 2019 年底房地产开发项目为基础，房地产开发业务的净权益增加值约 165.0 亿元，叠加 2019 年底归属于母公司股东净资产后，合计 NAV 约 197.6 亿元。以 2019 年末总股本计算，每股 RNAV 约 17.1 元。

图表 44 NAV 测算（基于 2019 年末项目）

项目净权益增加值（亿元）	165.0
2019 年末归母净资产（亿元）	197.6
NAV 合计（亿元）	362.6
总股本（亿股）	21.2
RNAV（元）	17.1

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

5.2 投资建议

公司背靠珠海市国资委，通过近 40 年的精耕细作，已成长为珠海房地产龙头企业。随着粤港澳大湾区的规划落地，公司有望凭借自身优势及大股东华发集团的资源禀赋，进一步夯实区域优势。近几年，公司外拓积极，布局更趋均衡，珠海以外区域在土储、销售、业绩贡献等表现亮眼。公司凭借良好稳健的信用状况及大股东华发集团背书，融资成本占优、多元化融资渠道畅通。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.54、1.89、2.27 元，对应当前股价 PE 分别为 4.62、3.77、3.14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

风险提示：

公司重点布局城市调控政策趋严，销售不达预期，资金面超预期收紧等。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**33149**	**39712**	**49029**	**60197**
%同比增速	40%	20%	23%	23%
营业成本	23331	28114	34862	42880
毛利	9817	11598	14167	17318
%营业收入	30%	29%	29%	29%
税金及附加	3147	3614	4413	5418
%营业收入	9%	9%	9%	9%
销售费用	1325	1569	1912	2348
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	1292	1517	1873	2300
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	84	68	83	102
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	268	431	497	655
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-30	0	0	0
其他收益	5	5	7	8
投资收益	721	715	883	1053
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-39	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**4358**	**5120**	**6278**	**7556**
%营业收入	13%	13%	13%	13%
营业外收支	37	37	37	37
利润总额	**4396**	**5157**	**6316**	**7594**
%营业收入	13%	13%	13%	13%
所得税费用	1079	1266	1551	1865
净利润	3316	3891	4765	5729
%营业收入	10%	10%	10%	10%
归属于母公司的净利润	**2785**	**3267**	**4001**	**4811**
%同比增速	22%	17%	22%	20%
少数股东损益	532	624	764	918
EPS（元/股）	1.32	1.54	1.89	2.27

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	26080	35556	41606	63266
交易性金融资产	211	211	211	211
应收账款及应收票据	35	39	48	59
存货	159045	173307	200574	211462
预付账款	6040	6747	8018	9648
其他流动资产	24521	26816	30630	36505
流动资产合计	215933	242677	281086	321151
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	8325	8325	8325	8325
投资性房地产	4891	4891	4891	4891
固定资产合计	796	895	994	1094
无形资产	205	273	341	410
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3182	3182	3182	3182
其他非流动资产	779	300	368	436
资产总计	**234111**	**260543**	**299188**	**339488**
短期借款	12308	12308	12308	12308
应付票据及应付账款	10333	10912	14167	17165
预收账款	58523	66193	83170	102217
应付职工薪酬	92	110	137	168
应交税费	1201	1439	1776	2181
其他流动负债	46437	49474	53758	58848
流动负债合计	128894	140436	165316	192887
长期借款	45735	55735	63735	69735
应付债券	12993	13993	14993	15993
递延所得税负债	129	129	129	129
其他非流动负债	3064	3064	3064	3064
负债合计	**190816**	**213357**	**247237**	**281809**
归属于母公司的所有者权益	19757	23024	27026	31836
少数股东权益	23538	24161	24925	25843
股东权益	**43295**	**47186**	**51951**	**57680**
负债及股东权益	**234111**	**260543**	**299188**	**339488**

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**28035**	**1429**	**932**	**18811**
投资	-9126	0	0	0
资本性支出	-23928	-251	-251	-251
其他	927	1262	883	1053
投资活动现金流净额	**-32128**	**1010**	**631**	**802**
债权融资	0	1000	1000	1000
股权融资	7480	0	0	0
银行贷款增加（减少）	76485	10000	8000	6000
筹资成本	-7462	-3963	-4513	-4953
其他	-65722	0	0	0
筹资活动现金流净额	**10781**	**7037**	**4487**	**2047**
现金净流量	**6691**	**9476**	**6050**	**21660**

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.32	1.54	1.89	2.27
BVPS	9.33	10.87	12.76	15.04
PE	5.95	4.62	3.77	3.14
PEG	0.27	0.27	0.17	0.16
PB	0.84	0.66	0.56	0.47
EV/EBITDA	21.09	17.63	14.99	10.33
ROE	14.1%	14.2%	14.8%	15.1%
ROIC	2%	2%	3%	3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com